

La retraite par capitalisation protège-t-elle contre le vieillissement démographique ? une analyse théorique

Do funded pension systems protect against aging? A theoretical analysis

Abdelaziz Baidane, (Enseignant -chercheur)

*Laboratoire Performance Economique et Logistique-PEL
Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de Mohammedia
Université Hassan II, Casablanca, Maroc*

Adresse de correspondance :

Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de Mohammedia.
Université Hassan II -Casablanca
Maroc (Mohammedia)
20650
Tel : +212(0) 523314682 /+212(0) 523314683.
azizbidane@gmail.com

Déclaration de divulgation :

L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

Conflit d'intérêts :

L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

Citer cet article

Baidane, A. (2020). La retraite par capitalisation protège-t-elle contre le vieillissement démographique ? une analyse théorique. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 1(3), 138-148.
<https://doi.org/10.5281/zenodo.4244283>

DOI: 10.5281/ zenodo.4244283

Published online: November 20, 2020

Copyright © 2020 – IJAFAME



La retraite par capitalisation protège-t-elle contre le vieillissement démographique ? une analyse théorique

Résumé :

Depuis les années 1980, plusieurs évolutions défavorables se sont conjuguées pour mettre la lumière sur les difficultés des systèmes de retraite par répartition à assurer leurs équilibres financiers. Les systèmes publics de pension sont entrés en crise dans plusieurs pays.

Afin de sortir de cette impasse, d'aucuns considèrent que le seul moyen est de se libérer du « piège de la répartition » en mettant en place des régimes de retraite par capitalisation. L'argument phare avancé est que, contrairement aux vieux systèmes publics par répartition, une retraite par capitalisation, assise sur l'épargne individuelle, est à l'abri du problème du vieillissement démographique.

Cependant, dans les développements qui suivent, on va essayer de montrer que, contrairement à ce qu'on avance souvent, la capitalisation n'est pas un système intrinsèquement protégé contre les conséquences des changements démographiques. Avec une génération moins nombreuse que celle qui l'a précédée, on aura beaucoup de peine à financer les retraites que l'on soit en répartition ou en capitalisation. Il ne faut pas perdre de vue le fait que, fondamentalement, les retraites ne sont rien d'autre qu'une ponction sur le travail des personnes en activité au moment où les pensions sont perçues. Cette réalité élémentaire peut être à peine visible dans le cas d'un système qui repose sur l'épargne individuelle, mais elle n'en demeure pas moins vraie.

Mots clés : Système par répartition ; système par capitalisation ; fonds de pension ; choc démographique ; vieillissement de la population.

JEL Classification : H55

Type de l'article : Recherche Théorique

Abstract:

Since the 1980s, the concomitance of several unfavorable developments has highlighted the difficulties of pay-as-you-go pension schemes in ensuring their financial balance. Public pension systems have entered a crisis in several countries.

Some believe that the only way out of this impasse is to break free from the “pay-as-you-go trap” by setting up funded pension plans. The main argument put forward is that, unlike the old public pay-as-you-go system, a funded pension, based on individual savings, is immune to the problem of population aging.

However, in this paper, we will try to show that, contrary to what is often argued, capitalization is not a system intrinsically protected against the consequences of demographic aging. With a generation smaller than the one that preceded it, it will be very difficult to finance pensions, whether by pay-as-you-go or funded. We must not lose sight of the fact that, fundamentally, pensions are nothing more than a drain on the work of those in active employment at the time the pensions are received. This basic reality may be barely visible in the case of a system based on individual savings, but it is nonetheless true.

Keywords : Pay-as-you-go pension system ; funded pension system ; pension funds; demographic shock; population aging.

JEL Classification: H55

Paper type: Theoretical Research

1. Introduction

Les systèmes de retraite par répartition sont entrés en crise depuis les années 1980. Plusieurs évolutions défavorables se sont conjuguées pour mettre à jour les difficultés de ces systèmes voire menacer leur avenir : le vieillissement démographique, la mollesse de la croissance économique et la montée du chômage qu'elle génère, l'arrivée à maturité de ces régimes et les mutations du marché du travail.

Ainsi, un ensemble de facteurs tels que l'accroissement de l'espérance de vie, la baisse de la natalité, l'aggravation du chômage, les départs précoces de la vie active, les nouvelles formes du travail (développement du temps partiel, etc.) et l'extension de la précarité ont conduit à une détérioration du rapport démographique des régimes par répartition (nombre de cotisants pour un retraité) et donc à leur déséquilibre financier.

Toutes ces mutations ont conduit à s'interroger sur la viabilité et la soutenabilité à long terme des régimes publics de retraite par répartition. Ces derniers ont, en effet, commencé à s'essouffler dans plusieurs pays. Les retraites par répartition et leur crise de financement deviennent un problème universel et fortement médiatisé.

Afin de sortir de cette impasse, d'aucuns considèrent que le seul moyen est d'amorcer un processus périlleux et courageux pour se libérer du « piège de la répartition » : il faut aller, selon eux, vers des systèmes soutenables à long terme, c'est-à-dire des régimes de retraite capitalisés. La capitalisation est ainsi présentée comme une solution miracle qui réglerait, comme par magie, tous les problèmes des retraites par répartition.

Pour réformer leur système de retraite menacé notamment par le vieillissement démographique, de plus en plus de pays ont introduit une dose plus ou moins grande de capitalisation. Cette dernière étant présentée comme une panacée qui réglerait tous les problèmes des vieux régimes de retraite par répartition.

Ainsi, on assiste depuis les années 1990 à une grande vague de réformes de ces systèmes voire à un certain basculement vers des régimes par capitalisation au niveau mondial. Un nouveau paradigme semble alors se dessiner en matière des retraites et sous-tendre les politiques sociales des gouvernements. Ce nouveau paradigme, érigé d'ailleurs en modèle par les organisations financières internationales (notamment la Banque mondiale), semble se généraliser sur tous les continents.

Cet article n'a pas pour objectif de donner un bilan exhaustif des débats sur les avantages comparés de la répartition et de la capitalisation ni de présenter en détail l'ensemble des arguments présentés par les différents protagonistes. Il cherche plutôt à examiner un seul argument généralement présenté comme le plus grand atout de la capitalisation à savoir l'insensibilité des performances des fonds de pension à la variable démographique.

Pour ce faire, on va essayer, dans un premier temps, de procéder à une analyse des changements intervenus dans le capitalisme et qui ont préparé le terrain à la montée en puissance de la capitalisation. Nous procéderons dans un deuxième temps à un examen de cet argument qui considère que la retraite par capitalisation, de par sa construction, est à l'abri du phénomène du vieillissement démographique qui menace les vieux systèmes publics de pension par répartition.

2. Capitalisme patrimonial et montée en puissance des fonds de pension¹

À partir de la deuxième moitié des années 1970, le régime de croissance fordiste est entré en crise. Plusieurs facteurs étaient derrière ce déclin : la baisse des gains de productivité dans les années 1970, la baisse de la rentabilité des entreprises, la montée de l'inflation voire de la stagflation, les effets des deux chocs pétroliers et le passage du système monétaire internationale de Bretton Woods au système actuel du flottement généralisé des monnaies.

La contradiction devient évidente entre des formes institutionnelles conçues et fonctionnant dans un cadre national et une dynamique économique et financière qui ne cesse de se mondialiser. Le hiatus devient par ailleurs patent entre des États dont la souveraineté s'exerce sur des territoires nationaux et des marchés apatrides qui s'affranchissent de ces ancrages territoriaux (marchés financiers notamment) (Venne, 2003).

Depuis la fin des années 1980, le vecteur technique des nouvelles technologies de l'information et de la communication et la globalisation des marchés financiers font émerger un nouveau régime qui semble s'inspirer du modèle de capitalisme anglo-saxon et américain en particulier (Aglietta, 1999).

Le nouveau régime de croissance qualifié de capitalisme patrimonial, actionnarial ou financiarisé se caractérise d'après Dominique Plihon (2004) par :

- La modification du rapport de force entre travail et capital en faveur du dernier ;
- La “financiarisation” de la gestion des entreprises ;
- La montée en puissance des investisseurs institutionnels et de la gestion collective de l'épargne ;
- De nouvelles pratiques managériales : « gouvernement d'entreprise ».

**** La modification du rapport de force entre travail et capital.** Elle a conduit à une répartition déséquilibrée de la valeur ajoutée au détriment des salariés. Le lien est brisé entre les gains de productivité et la croissance de la masse salariale. Certains auteurs font remarquer que, désormais, c'est la masse salariale qui devient la variable d'ajustement pour satisfaire, à court terme, les exigences de retour sur investissement que les nouveaux puissants actionnaires imposent aux entreprises (Plihon, 2004) (Sauviat, 2004). Conséquence de cette suprématie de l'actionnaire, la flexibilité du travail et la précarité accrue transfèrent les risques sur les salariés et font d'eux une variable d'ajustement (Husson, 2006). « *Alors que, dans le capitalisme fordiste, la part du travail était première, le capital se contentant du solde, dans le capitalisme patrimonial, c'est l'inverse : le capital impose ses exigences (par le biais de la concurrence sur les marchés financiers) et les salaires se contentent du solde* » (Clerc, 2000)

Force donc est de reconnaître que la finance a réussi à capter la majeure partie des gains de productivité au détriment des salaires (dont la part relative a nettement reculé depuis les années 1980) (Husson, 2010).

****Le deuxième trait marquant du capitalisme patrimonial est la *tendance à la “financiarisation” de la gestion des entreprises* : si, jusqu'aux années 1970, la finance n'était**

¹ En fait, en matière de retraites, la technique de capitalisation est essentiellement véhiculée par deux acteurs : les fonds de pension et les fonds de réserve. Ces réserves accumulées au sein des régimes de retraite par répartition constituent une forme de capitalisation collective et publique : au lieu que la totalité des cotisations prélevées chaque année serve à financer la totalité des pensions chaque année, une partie des cotisations est mise en réserve et capitalisée. Comme pour les fonds de pension, les supports de placement sont des liquidités, des titres financiers (actions, obligations, produits plus sophistiqués), voire des placements immobiliers.

qu'un outil au service du travail, unique facteur de création de la valeur, c'est désormais le travail qui est au service des résultats financiers promis aux actionnaires (Sauviat, 2004, p. 99-124). La création de valeur actionnariale est affichée comme le premier objectif de l'entreprise : les choix des dirigeants sont ainsi guidés par l'objectif d'augmenter le cours boursier, et non plus celui de la croissance de l'entreprise et de l'emploi (Orléan, 1999, p. 215).

Par ailleurs, les fonds de pension font preuve d'un grand activisme même s'ils sont souvent minoritaires dans le capital de l'entreprise (Amann *et al.* 2007) : s'ils constatent qu'une entreprise de leur portefeuille est sous-performante par rapport à leurs exigences, soit ils vendent ses actions (*exit option*), soit ils la poussent à modifier sa stratégie par le droit de vote (*voice option*).

Au cas où les fonds de pension décident de vendre leur part dans le capital de l'entreprise sous-performante, cela peut engendrer une baisse du cours de l'action en bourse. Si la baisse est trop forte, les dirigeants ne sont pas à l'abri d'une OPA (offre publique d'achat)². En cas de réussite de l'OPA, les dirigeants sont généralement renvoyés pour redonner confiance aux marchés financiers. Ces derniers exercent donc un contrôle *ex-post* sur la qualité de management des entreprises.

Ce sont ces exigences de rendement très élevé (*estimé* généralement à 15%) qui vont conduire les grands groupes à se séparer de pans entiers de leurs activités et d'amorcer un processus de recentrage sur leur cœur de métier (Brabet, 2002). Ce mouvement avait pour corollaire une grande vague d'externalisation. Les grandes entreprises conglomérats diversifiées symbole du capitalisme fordiste des Trente Glorieuses vont être progressivement disloquées³. Les fonds de pension préfèrent désormais couper les « branches mortes » au lieu qu'elles soient « subventionnées » par les filiales les plus rentables du groupe.

Cette course à la maximisation de la valeur actionnariale a par ailleurs été accélérée par l'intensification de la concurrence entre gestionnaires de fonds pour la gestion des fonds de pension à prestations définies après la ratification de leur nombre (en raison de la vague de conversion des fonds à cotisations définies en fonds à prestations définies). Les *money managers* étaient donc contraints de proposer des performances toujours plus élevées dans le but de gagner de nouveaux mandats de gestion, ou pour les conserver tout simplement (Sauviat, op.cit.).

Plus fondamentalement, les marchés financiers commencent à jouer un rôle plus grand, ils deviennent le lieu où s'effectue une partie de la répartition des richesses créées : ils exercent une pression pour une création de valeur au profit des actionnaires.

Pour les fonds de pension par exemple, les cours des actions déterminent largement le niveau de pension de leurs retraités mandants, c'est donc, pour eux, une clé de répartition du revenu. Ainsi, le transfert d'une partie de la richesse créée par les actifs vers les retraités s'appuie sur les profits au lieu de s'appuyer sur les salaires comme c'est le cas dans un système par répartition. Il semble ainsi que, pour les fonds de pension, la modification de la répartition du revenu en faveur des actionnaires à travers la pression qu'exercent les marchés financiers sur le management des entreprises est une alternative à la croissance économique (Denglos, 2008).

- La 3^{ème} caractéristique du capitalisme patrimonial est **la montée en puissance des investisseurs institutionnels et de la gestion collective de l'épargne**. On entend par investisseurs institutionnels des organismes collecteurs de l'épargne qui placent leurs fonds sur les marchés pour leur compte propres, mais surtout pour celui de leurs clients. Ils sont tenus de placer à long terme une part importante de leurs ressources. Ces investisseurs, qui gèrent la plus

² L'OPA est la procédure qui permet à une personne physique ou morale de faire connaître publiquement son intention d'acquérir la totalité ou une partie des titres d'une société cotée. On distingue les OPA amicales survenues après accord avec le conseil d'administration de l'entreprise visée et les OPA dites hostiles, à défaut de cet accord.

³ General Electric est l'un des rares conglomérats à avoir survécu à ce processus de recentrage sur le métier de base.

grande partie de l'épargne mondiale, peuvent être regroupés en trois catégories principales : les fonds de pension, les OPCVM (*Mutual funds*), les compagnies d'assurance.

Parmi ces investisseurs institutionnels, les fonds de pension occupent une position remarquable, en raison du volume des actifs financiers qu'ils gèrent et de leur surface financière, mais aussi par le fait qu'ils gèrent des fonds dont les bénéficiaires ne sont pas des investisseurs normaux, mais des retraités. Ils apparaissent désormais comme des acteurs incontournables de la finance internationale dont la valeur des actifs peut atteindre un trillion de dollars comme le montre le tableau suivant.

Tableau 1 : Classement des fonds de pension selon la valeur totale des actifs (Année 2017)

Rang	Fonds	Marché	Actif total en USD
1.	Government Pension Investment	Japon	1,237,636
2.	Government Pension Fund	Norvège	893,088
3.	Federal Retirement Thrift	États-Unis	485,575
4.	National Pension	Corée du Sud	462,161
5.	ABP	Pays-Bas	404,310
6.	National Social Security	Chine	348,662
7.	California Public Employees	États-Unis	306,633
8.	Canada Pension	Canada	235,790
9.	Central Provident Fund	Singapour	227,102
10.	PFZW	Pays-Bas	196,461
11.	California State Teachers	États-Unis	193,871
12.	New York State Common	États-Unis	184,461

Source : Towers Watson cabinet de conseil (en ligne)

L'essor remarquable des fonds de pension depuis les années 1990 s'explique largement par la nature du capitalisme patrimonial qui facilite la formation d'une épargne massivement orientée vers les marchés. Avec le passage dans tous les pays développés (anglo-saxons notamment) des économies d'endettement aux économies de marchés financiers, ces institutions prennent progressivement la place centrale qu'occupaient les banques dans le régime fordiste. La principale manifestation de ces mutations est la montée en puissance des marchés des titres au détriment de la finance intermédiée.

Les fonds de pension révolutionnent les modes de gestion et la distribution des pouvoirs dans l'entreprise héritée de l'ère fordiste. Ils imposent des règles qui leur permettent d'être bien informés et d'exercer un contrôle strict des pratiques managériales : normes comptables, informations aux actionnaires, suppression dans les statuts des dispositions pouvant empêcher une offre publique d'achat hostile, suppression des droits de vote doubles ou triples parfois accordés aux fondateurs ou aux actionnaires anciens, séparation des rôles entre le président du conseil d'administration (qui émane des actionnaires) et le directeur général (manager gérant), etc.

- Le « **gouvernement d'entreprise** » (*Corporate governance*) : Les fonds de pension imposent à l'entreprise de nouvelles pratiques managériales : ils exigent un niveau minimal de rentabilité sur les fonds propres (généralement estimé à 15%). Ces nouvelles règles ont pour but d'inciter les managers à se conformer aux intérêts des actionnaires, même si ces derniers sont minoritaires (ce qui est souvent le cas des investisseurs institutionnels et notamment des fonds de pension).

Trait marquant du nouveau capitalisme, les principes directeurs du management des entreprises sont profondément bouleversés pour répondre aux attentes des marchés financiers

et des investisseurs institutionnels. Les actionnaires exercent plus de contrôle sur les entreprises et réussissent à imposer des contraintes aux dirigeants.

Un nouveau modèle de gouvernance d'entreprise, qui donne la primauté absolue aux intérêts des actionnaires, vient remplacer le modèle traditionnel qui considère l'entreprise comme une communauté d'intérêt entre ses trois parties prenantes ou stakeholders (salariés, actionnaires et managers) (Plihon, 2008). Ce nouveau modèle de gouvernance donne aux actionnaires un pouvoir exorbitant : « *renforcement du pouvoir d'investigation (création de comités d'audit) et de l'information des actionnaires, avec l'obligation pour les dirigeants de publier des résultats trimestriels et les profit warning (*)⁴ qui accentuent la gestion court-termiste des entreprises; ensuite, une absence de mesures anti-OPA (offres publiques d'achat) pour maintenir la menace d'un changement de direction si l'entreprise n'est pas gérée conformément aux intérêts des actionnaires* » (Plihon, op. cit.).

Pour être sûr que les managers vont servir les intérêts des actionnaires et pour réduire l'asymétrie d'information⁵, les fonds de pension cherchent à les intéresser directement à la poursuite de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale par le biais des « *stock-options* ». Pour la plupart des dirigeants des grandes entreprises, les *stock-options* sont ainsi devenues, de loin, la source principale de revenu. L'intérêt économique de ces dirigeants est ainsi lié à celui des actionnaires.

Ainsi, bien qu'ils soient le plus souvent des actionnaires minoritaires, les fonds de pension font preuve d'un grand activisme actionnarial capable d'influencer significativement les objectifs, les comportements et les choix stratégiques des managers et les conduire dans le sens qui sert la *shareholder value* favorable à leurs intérêts. Ils peuvent, par ailleurs, révoquer les dirigeants dont les résultats ne seraient pas jugés suffisants, exerçant ainsi une forte pression sur le management des entreprises. Ainsi, le *Council of Institutional Investors*, qui regroupe la plupart des fonds de pension aux États-Unis, publie chaque année la liste des dix dirigeants aux revenus élevés, mais dont les résultats financiers sont médiocres, mettant ces dirigeants sous une pression continue.

Après avoir analysé les effets de l'émergence du capitalisme patrimonial et les changements majeurs qu'elle a apportés notamment la montée en puissance des fonds de pension sur la scène financière internationale, nous tenterons dans les développements qui suivent d'examiner l'argument selon lequel la capitalisation serait protégée contre le vieillissement démographique pour constater que cette affirmation ne résiste pas à un examen profond.

3. La capitalisation protège-t-elle contre le vieillissement démographique ?

Dans les systèmes par répartition, chaque année, les pensions versées aux retraités sont payées par des cotisations prélevées sur les actifs. Les retraites sont donc une part de la richesse produite au même moment. Leur paiement suppose un certain équilibre démographique entre cotisants et pensionnés. Les retraites se trouvent ainsi soumises aux contraintes

⁴ Profit warning : avertissement que publient les entreprises pour préparer les marchés à des résultats différents de ceux précédemment annoncés.

⁵ Il y a asymétrie d'information en ce sens que les dirigeants peuvent disposer de certaines informations sur l'entreprise que les actionnaires n'ont pas. Ils seraient alors tentés d'utiliser cette rente informationnelle pour servir leurs propres intérêts (en termes de pouvoir, carrière, rémunération, etc). Pour analyser cette situation, la théorie de l'agence utilise la notion de « sélection adverse » ou « antisélection » qui a été développée par George A. Akerlof dans son fameux article sur le marché des voitures d'occasion aux États-Unis, « The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970), pp. 488-500.

démographiques. Ces contraintes expliqueraient d'ailleurs l'essentiel des difficultés rencontrées par les systèmes de retraite par répartition depuis plusieurs années.

En revanche, il est souvent avancé que les pensions préfinancées isoleraient le problème des retraites de celui du vieillissement démographique. Des retraites basées sur la capitalisation auraient en effet le mérite de permettre à chacun d'accumuler sur plusieurs années d'activité une épargne individuelle qui viendrait couvrir les besoins de l'automne de la vie. Dans ces conditions, nul besoin d'une nouvelle génération pour financer les retraites. Parce qu'elle est individuelle, la capitalisation échapperait au déséquilibre démographique, elle créerait une sorte de découplage entre la réalité démographique d'une société et la santé financière de son système de retraite. C'est une panacée contre les chocs démographiques inhérents à la répartition. En effet, dans un régime par répartition, la présence d'une population âgée et inactive importante s'accompagne nécessairement d'une lourde amputation du revenu des actifs, car une fraction importante du revenu national doit être prélevée au bénéfice des retraités.

Cependant, et contrairement aux idées reçues, il en est de même dans le cas de la capitalisation. En effet, l'épargne actuelle ne donne qu'une créance sur l'avenir. « *En épargnant, un salarié ne met pas de côté dans un « frigo économique » des repas, des billets d'avion... qu'il consommerait dans quarante ans* » (Khalifa, 2001). Que l'on soit en répartition ou en capitalisation, il ne dispose donc que d'une créance, d'un « droit de tirage » sur la production future (Bichot & Robinet, 2013).

Pour que cette créance soit honorée au moment où elle est présentée, il faudra bien que soient produits les biens et services correspondants. Les biens et les services que s'offrent aujourd'hui les retraités n'ont pas été stockés il y a vingt ou trente ans, ils correspondent, à peu de choses près, à une production actuelle (Bichot, 2010). Tous les capitaux accumulés ne sauraient permettre d'acquérir des biens et des services s'il n'y a plus personne pour les fabriquer et les offrir. Ainsi, on a tendance à oublier une vérité triviale : les retraites ne peuvent être financées sans une classe d'actifs qui produit les biens et services nécessaires. Les individus qui ne travaillent plus doivent être pris en charge par d'autres qui travaillent, « la charge des vieillards repose sur les épaules des producteurs » (Vincent, 2016, p. 218).

Ainsi, en capitalisation comme en répartition, les revenus des retraités sont une partie de ce qui est produit au moment même de la retraite et sont une ponction sur la richesse produite par les actifs. Si une génération relativement nombreuse arrive à l'âge de retraite, cela se traduit nécessairement par une amputation du revenu des actifs, car une fraction importante du revenu national doit être ponctionnée au bénéfice des retraités. Par conséquent, s'il y a un problème démographique, c'est-à-dire un manque d'actifs pour produire la richesse nécessaire, « le déséquilibre économique qui en résulte se traduit en général par une dévaluation, par le moyen de laquelle le producteur se débarrasse d'une partie d'un fardeau devenu insupportable » (Vincent, *op. cit.*). En répartition le législateur intervient pour changer les paramètres du système de façon à les rendre moins favorables aux retraités. En capitalisation, cette réduction des prestations est le produit du jeu de l'offre et de la demande sur les marchés d'actifs : une génération moins nombreuse présente, toutes choses égales par ailleurs, une demande moins forte d'où une baisse de la valeur des actifs financiers et, par conséquent, des revenus des retraités qui se trouvent en situation de vendeurs. Il en ressort donc que la répartition comme la capitalisation sont placées devant les mêmes difficultés.

En effet, tout système de retraite doit organiser, d'une manière ou d'une autre, un transfert de ressources vers les personnes âgées. Ainsi, on peut dire qu'au sens large, sans ce transfert, il n'y a pas de retraite. Autrement dit, fondamentalement, il n'y a de retraite que par répartition (Bichot, 2009). Que ce transfert s'opère à travers des cotisations sociales (ponction sur les revenus du travail) ou à travers les intérêts, dividendes et plus-values (ponction sur le capital), c'est toujours la même valeur ajoutée qu'il s'agit de partager. Il en ressort que la répartition n'est pas responsable, en tant que système de financement des retraites, des taux de prélèvement

élevés dont souffrent les assurés : ils s'expliquent, en fait, par le déséquilibre démographique qui sape les fondements des régimes de retraite. En effet, si une génération nombreuse est suivie d'une génération de faible taille, elle sera « sacrifiée » que ce soit dans un régime par répartition ou par capitalisation :

- **En répartition**, les pensions que cette génération peut espérer obtenir seraient plus faibles puisque la génération suivante, censée les financer, est relativement de petite taille, à moins de faire supporter toute la charge de ce déséquilibre aux actifs qui doivent alors payer des cotisations exorbitantes.

- **En capitalisation**, à mesure que les membres des générations nombreuses partiront à la retraite, ils auront un comportement de vendeurs nets d'actifs au moins pour une partie des titres accumulés durant leur vie active. Si la génération suivante est de moindre taille, il existe donc un risque de baisse des prix des actifs en raison d'abondance de l'offre par rapport à la demande.

Dans ce cas, la capitalisation n'est réellement protégée que lorsqu'elle donne lieu à des placements à l'étranger⁶. C'est ce qui a fait dire à un député français, dans un article paru au Monde, que les fonds de pension ont le mérite de pouvoir aller profiter de la croissance mondiale là où elle est la plus dynamique et que les retraites des Français pourraient être financées par la croissance... chinoise (Boulard, J.C. réflexion faite, oui aux fonds de pension. Le Monde du 13 novembre 1998). Ainsi, la globalisation financière semble donner une bouée d'oxygène aux systèmes de retraite en difficulté des pays développés en leur permettant de placer leurs fonds, sans baisse de leur rendement, dans d'autres pays.

Cependant, il ne s'agirait que d'une fuite en avant. Le théorème H.O.S⁷ nous enseigne, en effet, qu'avec l'ouverture à l'international, les mouvements des facteurs de production (le capital en l'occurrence) conduiraient à une tendance à l'égalisation de la rémunération des facteurs au niveau international (voire une tendance à l'établissement d'un prix mondial du facteur travail et du facteur capital : des salaires et des taux d'intérêt mondiaux)⁸. Dans ces conditions, « *le problème de rentabilité de l'épargne retraite mondiale se posera à peu près dans les mêmes termes que celui de l'épargne retraite nationale en économie fermée* ». (Blanchet, 1997)

Par ailleurs, la possibilité pour les fonds de pension européens de faire des placements ou des investissements à l'étranger, dans des zones à forte productivité marginale du capital, permettrait certes d'améliorer leur rentabilité, mais on sait aussi que la prudence invite à placer les fonds dans des pays sûrs dont la démographie n'est pas si différente de la démographie européenne.

La capitalisation ne constitue donc pas une solution miracle face au problème démographique. Si on avance souvent que la capitalisation serait la solution face à une démographie menaçante, c'est parce qu'on considère que l'épargne peut échapper aux contraintes de la démographie. Par conséquent, des retraites basées sur la fructification de l'épargne (*i.e.* capitalisation) peuvent s'affranchir des aléas démographiques.

Ce raisonnement semble acceptable, voire évident. Cependant, cette logique est valable, mais seulement au niveau microéconomique, celui d'un individu isolé qui n'a pas d'incidence sur les marchés. A l'échelle macroéconomique, de la société entière, il perd beaucoup de sa validité. Si toute une génération arrivée en retraite se met à liquider les actifs qu'elle a accumulés durant la vie active, la valeur de ces derniers risques de baisser voire de s'effondrer si la taille de la génération suivante est relativement faible.

⁶ Mais cela suppose que les mêmes chocs démographiques ne se retrouvent pas dans les pays où les fonds de pension vont être investis.

⁷ HOS sont les initiales des auteurs de cette théorie : Hecksher Eli, Ohlin Bertil et Samuelson Paul.

⁸ Soulignons que cette tendance à l'égalisation de la rémunération des facteurs, théorisée par Paul Samuelson, est certes très lente (notamment pour les salaires), mais elle semble bien réelle.

C'est d'ailleurs l'une des erreurs classiques en économie connue sous le nom de « sophisme de composition » : la croyance illusoire que ce qui est vrai pour l'une des parties (i.e. au niveau microéconomique) l'est aussi pour l'ensemble (au niveau macroéconomique). Ainsi, lorsqu'on déplace le raisonnement de l'individu à toute la génération, on se rend compte que les prétendus avantages de la capitalisation sont illusoires.

4. Conclusion :

Si les partisans de la capitalisation font souvent valoir l'argument démographique pour arguer de sa suprématie et pour la présenter comme une panacée, les développements précédents invitent à nuancer ce jugement.

En effet, on a constaté que, contrairement à ce qu'on avance souvent, la capitalisation n'est pas un système intrinsèquement protégé contre les conséquences des changements démographiques. Avec une génération moins nombreuse que celle qui l'a précédée, on aura beaucoup de peine à financer les retraites que l'on soit en répartition ou en capitalisation. Il ne faut pas perdre de vue que, fondamentalement, les retraites ne sont rien d'autre qu'un prélèvement sur le travail des personnes en activité au moment où les pensions sont perçues. Cette réalité élémentaire peut être à peine visible dans le cas d'un système de retraite capitalisée fondée sur des produits d'épargne, mais elle n'en demeure pas moins vraie.

Force donc est de constater que les deux types de régimes de retraite résistent mal aux chocs démographiques. Il y a une quasi-équivalence des deux modes de financement des retraites face à la variable démographique. Par conséquent, on ne peut pas s'appuyer sur un argument démographique pour choisir l'un ou l'autre des deux systèmes.

Références

- (1) Aglietta, M. (1999). *Les transformations du capitalisme contemporain*. In: Bernard Chavance, Éric Magnin, Ramine Motamed-Nejad, Jacques Sapir (dir.). *Capitalisme et socialisme en perspective. Évolution et transformation des systèmes économiques*, Paris, La Découverte.
- (2) Amann, B. et al. (2007). *Activisme des actionnaires et responsabilité sociale des entreprises : une comparaison Espagne – France – États-Unis – Japon*. Revue de l'organisation responsable, vol. 2, pp. 37-57.
- (3) Bichot, J. & Robinet A. (2013). *La mort de l'Etat-providence : vive les assurances sociales!* Manitoba-Belles Lettres. Paris.
- (4) Bichot, J. (2010). *Retraites, le dictionnaire de la réforme*. L'Harmattan, Sauvegarde Retraite. Paris.
- (5) Bichot, J. (2009, mai). *Réforme des retraites : vers un big-bang ?* Etude, Institut Montaigne.
- (6) Blanchet, D. (1997). *Débat sur les retraites : quelques compléments*. Revue française d'économie, vol. 12, issue 3, pp. 43-55
- (7) Brabet, J. (2002). *La main visible des investisseurs institutionnels*. Revue française de gestion, n° 141.
- (8) Clerc, D. (2000, septembre). *Les trois piliers du capitalisme patrimonial*. Alternatives économiques, n° 184.
- (9) Denglos, G. (2008). *Faut-il rejeter le principe de maximisation de la valeur actionnariale ?* Revue française de gestion, n° 184, p. 71-88.
- (10) Husson, M. (2010). *Le partage de la valeur ajoutée en Europe*, La Revue de l'Ires, (n° 64), p. 47-91.
- (11) Husson, M. (Dir.). (2006). *Travail flexible, salariés jetables Fausses questions et vrais enjeux de la lutte contre le chômage*, La Découverte.
- (12) Khalfa, P. (2001, avril). *Retraites en finir avec les contre-vérités*. Le Monde du 10 avril 2001.

- (13) Orléan, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob.
- (14) Plihon, D. (2008). *Les dangers du capitalisme financier*, Alternatives Economiques (hors-série), n° 75, 01/2008.
- (15) Plihon, D. (2004). *Le nouveau capitalisme*. Paris : La Découverte, Repères.
- (16) Sauviat, C. (2004). *Les fonds de pension et les fonds mutuels : acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial*. In : François Chesnais (dir.). *La finance mondialisée : racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Paris, La Découverte, p. 99-124.
- (17) Venne, M. (2003, octobre). *La souveraineté à l'heure de la mondialisation*. Options Politiques, pp. 50-55
- (18) Vincent, P. (2016). *Vieillesse de la population, retraites et immigration*. Population, vol. 71(2), 349-380.